

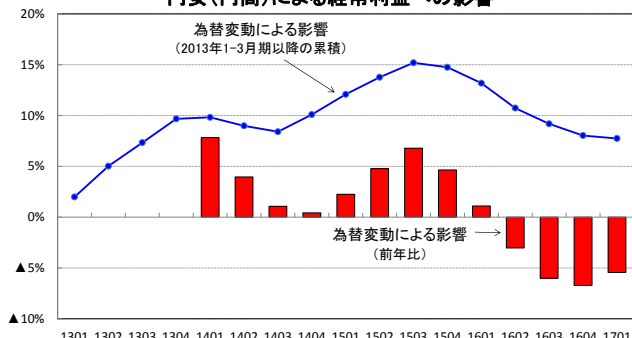
Weekly
エコノミスト・
レター円高で日本経済はどうなる
～懸念される企業収益、物価への悪影響

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎

(03) 3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

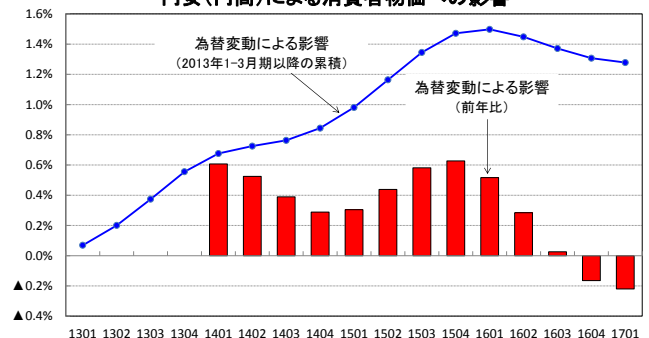
1. 安倍政権発足からほぼ一貫して円安基調が続いてきたが、中国経済の減速懸念や米国の追加利上げ観測の後退などから、2016年に入り円高が大きく進行した。急激な円高によって日本経済はこれまでと大きく様相が変わる可能性がある。
2. 円安は企業収益の改善と物価上昇に大きく寄与してきた。過去3年間で経常利益は約40%、消費者物価は約2%（消費増税の影響を除く）上昇したが、当研究所のマクロモデルによれば、そのうち経常利益の4割弱、消費者物価の7割弱が円安によるものだったと試算される。
3. 海外経済の減速や円安の一巡などから製造業の経常利益はすでに減少に転じている。今後は訪日外国人急増の恩恵を受けてきた旅行、宿泊、小売業などの非製造業にも円高の悪影響が及ぶ可能性がある。
4. 現状の為替レート（1ドル＝109円程度）が続いた場合の経常利益、消費者物価への影響を試算すると、経常利益は2016年4-6月期から、消費者物価は2016年10-12月期から為替変動の影響が前年比で押し下げ方向に働く結果となった。
5. アベノミクスが始まってから初の円高局面となるため、円高で何が起きるのか未知数の部分も多い。最悪の場合には円安効果で改善してきたものが無くなるだけに終わってしまう恐れもある。アベノミクスは正念場を迎えるとともに、その真価が改めて問われていると言えるだろう。

円安(円高)による経常利益への影響



(注)ニッセイ基礎研究所のマクロモデルによるシミュレーション結果
2016年1-3月期までは実績の為替レート、2016年4-6月期以降は1ドル=109円で試算

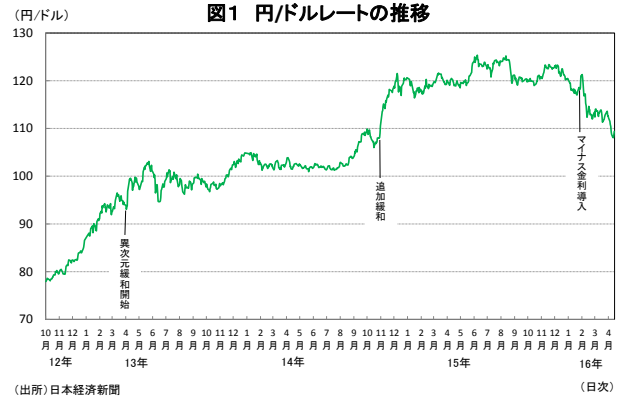
円安(円高)による消費者物価への影響



(注)ニッセイ基礎研究所のマクロモデルによるシミュレーション結果
2016年1-3月期までは実績の為替レート、2016年4-6月期以降は1ドル=109円で試算

●円高で日本経済はどうか

ドル円レートは2015年末には1ドル=120円程度だったが、中国経済の減速懸念、世界的な金融資本市場の混乱に伴うリスク回避姿勢の高まり、米国の追加利上げ観測の後退などから2016年に入って円高ドル安が大きく進行した。1月末の日銀によるマイナス金利導入決定直後にはいったん120円台に戻したものの、その後は再び円高基調となり、FRBの利上げに対する慎重なスタンスが改めて確認されたこと、安倍首相の為替介入に否定的な発言が報じられたことなどから4月に入って円高が加速し、足もとでは109円台で推移している(図1)。



(円安が押し上げた企業収益、物価)

アベノミクス始動後の3年間、ほぼ一貫して円安基調が続いてきたため、急激な円高は日本経済を大きく変える可能性がある。特に懸念されるのが企業収益、物価への悪影響である。法人企業統計の経常利益(季節調整値)は2012年10-12月期から2015年10-12月期までの3年間で39.2%の大幅増加となり、過去最高益を更新する企業が相次いだ。また、消費者物価は2013年4月に導入した異次元緩和、その後の円安、消費税率引き上げの影響などから3年間で約4%上昇し、消費税率引き上げの影響を除いても上昇率は2%を超えている。2015年度入り後はゼロ近傍の伸びとなり2%の物価目標は達成されていないが、少なくとも15年以上続いたデフレ状況からは脱しつつある。アベノミクスの評価については賛否が分かれているが、企業収益、物価に関しては明らかに改善したとみることができる。

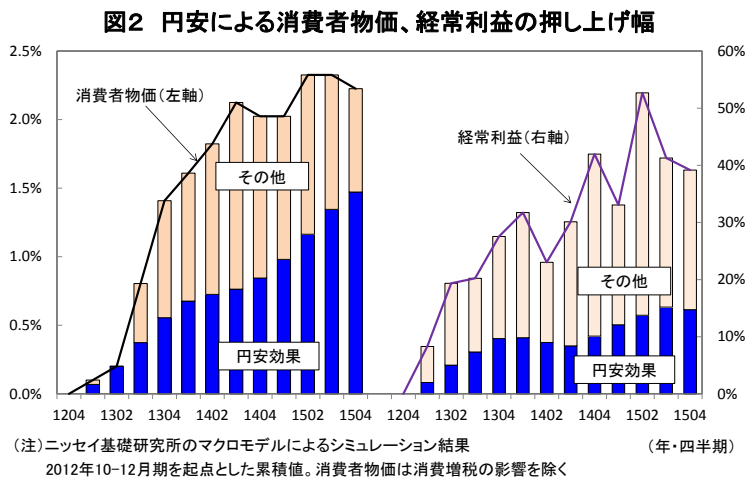
企業収益の改善と物価上昇を支えた大きな要因は円安だ。安倍政権発足時のドル円レートは80円台だったが、2013年4月の日銀の異次元緩和の導入、2014年10月の追加緩和をきっかけに円安が大きく進行し、2015年中は概ね120円台での推移が続いた。

円安が製造業に大きな恩恵をもたらすことは言うまでもないが、通常は非製造業にとって円安は輸入コストの増加を通じて収益の圧迫要因となる。しかし、最近ではコストの増加分を国内の販売価格に転嫁できるようになっているため、円安下でも非製造業の収益は堅調だった。対外資産からの利子・配当の受取額が円安によって膨らんだことも企業収益の押し上げに寄与した。

2013年度から2014年度にかけての消費者物価は筆者を含めたほとんどのエコノミストの予想を上回るペースで上昇したが、その一因は異次元緩和後の円安の勢いを読みきれなかったことだ。製造業の海外生産シフトや国際競争力の低下に伴いスマートフォン、テレビ、パソコンなどの国内消費財に占める輸入品の割合が上昇し、為替変動による消費者物価への影響が従来よりも大きくなっていることも物価上昇を後押しした。

ニッセイ基礎研究所のマクロモデルを用いて、アベノミクス始動後の円安が経常利益、消費者物

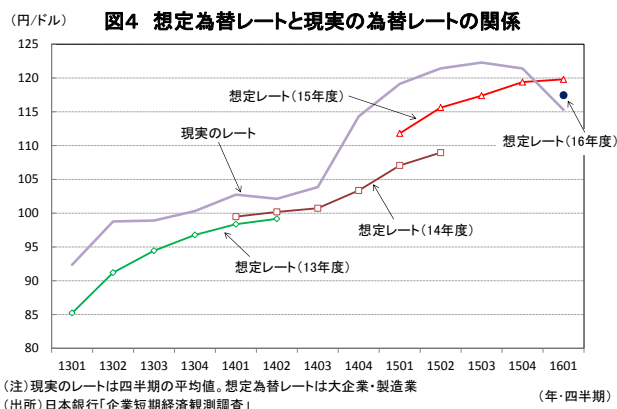
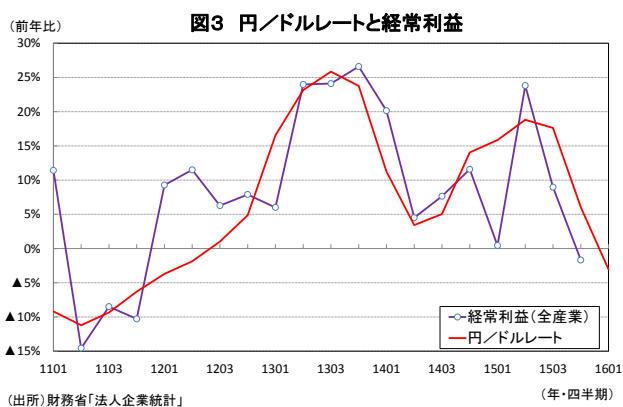
価の押し上げにどれだけ寄与してきたかを試算すると、3年間の累積で経常利益が14.8%、消費者物価が1.5%となった。過去3年間の上昇分のうち、経常利益の4割弱、消費者物価の7割弱が円安によるものだったということになる（図2）。



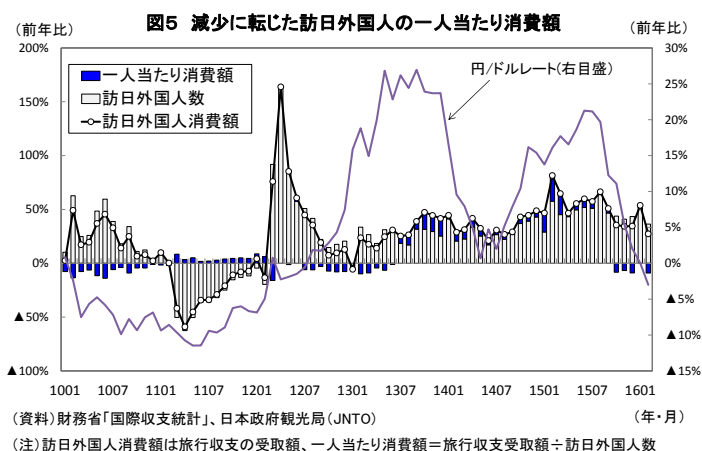
(円安一巡で企業収益の改善に陰り)

円安の一巡はすでに企業収益に悪影響を及ぼしている。2015年10-12月期の法人企業統計の経常利益は前年比▲1.7%と4年ぶりの減少となった。非製造業は増益を確保したが、製造業が2015年7-9月期の前年比▲0.7%から同▲21.2%へと減益幅が急拡大したことが響いた。ドル円レートは2014年10-12月期から2015年7-9月期まで前年比で10%を超える円安となっていたが、2015年10-12月期は5四半期ぶりに一桁の円安にとどまった後、2016年1-3月期は15四半期ぶりに前年よりも円高水準となった（図3）。

また、日銀短観2016年3月調査では、事業計画の前提となっている2016年度の想定為替レートが大企業・製造業で117.46円/ドルとなり、アベノミクスが始まってから初めて足もとのレートよりも円安水準となった（図4）。これまでは、現状が企業の想定レートよりも円安となっていたため、収益計画が上振れる傾向が続いてきた。2016年度の経常利益の当初計画は前年度比▲1.9%の減益計画（大企業・製造業）となっているが、現状程度のドル円レートが続いた場合、収益はさらに下振れる可能性が高いことになる。



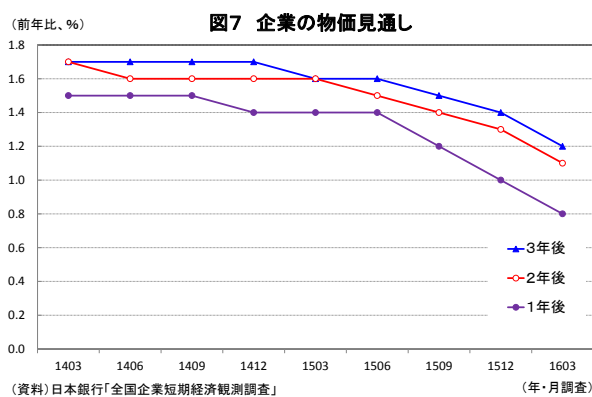
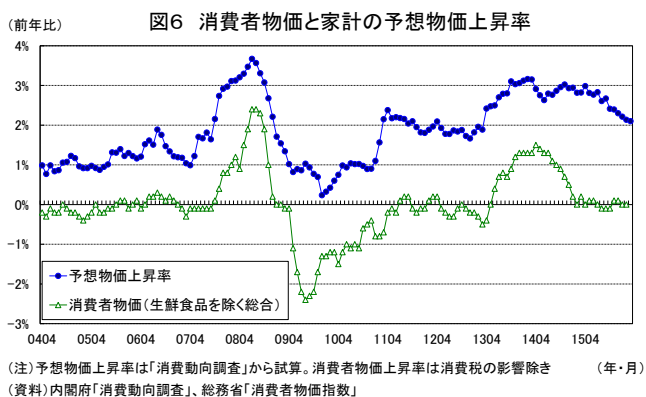
円高による悪影響は製造業のほうが大きいですが、円安を追い風とした訪日外国人急増の恩恵を受けてきた旅行業、宿泊業、小売業などの非製造業も大きな打撃を受ける可能性がある。もちろん、訪日外国人増加の背景には円安に加えて、アジアの中間所得者層の増加、ビザの発給要件緩和、LCC就航の増加などがあるため、円高に振れたからといって即座に訪日外国人数の減少につながるとは限らない。しかし、少なくとも一人当たりの消費額は為替レート変動の影響を強く受けるため、円高によって減少することは避けられないだろう。実際、国際収支統計の旅行収支の受取額を訪日外国人数で割ることにより一人当たりの消費額を試算すると、最近では前年比でマイナスとなる月が多くなっている（図5）。



(物価の下押し圧力強まる)

消費者物価上昇率（生鮮食品を除く総合）は、エネルギー価格の大幅下落が続く中でも今のところゼロ近傍で踏みとどまっている。消費者物価指数の調査対象品目を前年に比べて上昇している品目と下落している品目に分けてみると、上昇品目数の割合が7割近くになっており、引き続きエネルギー以外の物価上昇圧力は強い。政府が消費税率引き上げ時に価格転嫁を促す政策をとったこともあり、企業の値上げに対する抵抗感がかつてに比べて小さくなっており、原材料価格の上昇に対応した価格転嫁は比較的スムーズに行われるようになった。しかし、足もとでは原油価格の大幅下落や円高の進展を受けて輸入物価は大幅に下落しており、川上から川下への価格転嫁が進むことにより、消費者物価の下押し圧力が強まる可能性がある。

また、消費者物価は為替レートだけでなく、需給バランス、予想物価上昇率、賃金動向などによっても左右されるが、景気の低迷が長期化していること、現実の物価上昇率の低下を受けて家計、企業の予想物価上昇率も低下傾向にあること（図6、7）、春闘賃上げ率が前年を下回ることが確実となったことなど、物価を押し下げる材料ばかりが目立つようになっている。



(円高による企業収益、消費者物価への影響試算)

最後に、当研究所のマクロモデルを用いて足もとのドル円レート（1ドル=109円）が続いた場合の先行きの経常利益、消費者物価への影響を試算した。先行きの経常利益、消費者物価は過去の為替レート変動の影響も受けると考えられるため、2013年1-3月期以降の累積的な影響を積み上げることによって四半期毎の押し上げ幅を計算した。

円安による経常利益の押し上げ幅は2015年7-9月期がピークとなっており、その後押し上げ幅が縮小していく。一方、消費者物価は2016年1-3月期まで押し上げ幅が拡大し、2016年4-6月期からその効果が減衰していく（図8、9）。さらに、各四半期の押し上げ幅を前年同期と比べることにより為替レートの変動による前年比ベースの影響を計算すると、経常利益は2016年4-6月期、消費者物価は2016年10-12月期にマイナスに転じるという結果となった。

特に、経常利益は2016年7-9月期以降、前年比で▲5%を超えるマイナスとなっており、現状の円高水準が続いた場合、2016年度に増益を確保することがかなり困難となることを示唆している。

また、当研究所では消費者物価（生鮮食品を除く総合）は2016年3月に下落に転じた後、しばらくマイナス圏で推移するが、原油価格が持ち直しを続けること、夏場までに円安基調に戻ることを前提に2016年末までにプラスに転化すると予想している。しかし、現状程度の為替水準が続いた場合、2%の物価目標はおろか2016年度末までにプラスに転じることも難しくなりそうだ。

図8 円安(円高)による経常利益への影響

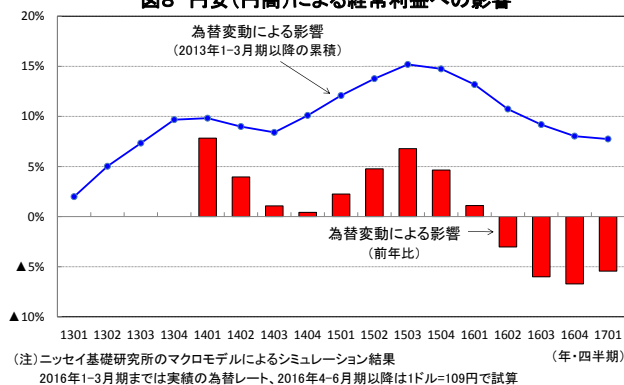
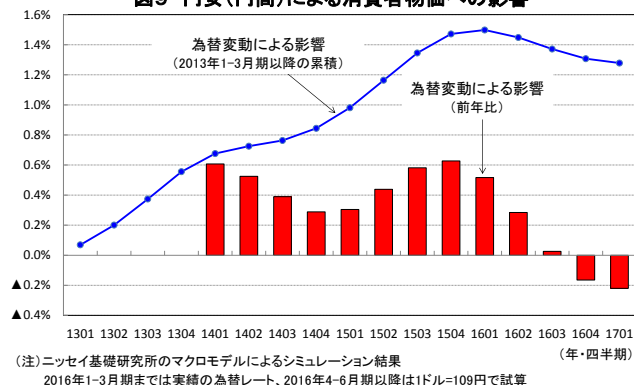


図9 円安(円高)による消費者物価への影響



もちろん、円安に弊害があったのとは逆に円高にもメリットがある。たとえば、名目賃金が伸び悩む中で円安によって物価が上昇したため、実質所得が目減りし家計の生活は苦しくなった。春闘賃上げ率が前年を下回ることが確実となり名目賃金の伸びが加速することは当分見込めないが、円高によって物価が下がれば実質購買力の上昇を通じて個人消費の押し上げに寄与することも期待できる。

アベノミクスが始まってからほぼ一貫して円安が続いてきたため、円高で何が起きるのか未知数の部分も多い。最悪の場合には円安効果で改善してきたものが無くなるだけに終わってしまう恐れもある。アベノミクスは正念場を迎えるとともに、その真価が改めて問われていると言えるだろう。

月次GDPの動向

2016年2月の月次GDPは前月比1.2%と2ヵ月連続で増加した。うるう年による日数増の影響で民間消費が前月比2.4%の大幅増加となったことがGDPを大きく押し上げた。

現時点では、2016年1-3月期の実質GDPは前期比0.2%（年率0.8%）と2四半期ぶりのプラス成長を予想しているが、うるう年の影響を除けばほぼゼロ成長とみている（GDP統計では季節調整をかける際にうるう年調整が行われていない）。

日本・月次GDP 予測結果

	[月次] →実績値による推計						[四半期] 実績←→予測		
	2015/9	2015/10	2015/11	2015/12	2016/1	2016/2	2015/7-9	2015/10-12	2016/1-3
実質GDP	528,522	532,608	529,406	521,977	524,896	531,125	529,410	527,997	529,106
前期比年率							1.4%	▲1.1%	0.8%
前期比	▲0.5%	0.8%	▲0.6%	▲1.4%	0.6%	1.2%	0.3%	▲0.3%	0.2%
前年同期比	0.6%	2.6%	0.1%	▲0.6%	▲0.9%	1.3%	1.7%	0.7%	▲0.2%
内需（寄与度）	518,766	521,180	517,642	511,928	513,866	519,392	519,004	516,917	517,635
前期比	▲0.2%	0.5%	▲0.7%	▲1.1%	0.4%	1.1%	0.1%	▲0.4%	0.1%
前年同期比	0.2%	1.9%	0.6%	▲0.6%	▲0.9%	0.6%	1.4%	0.5%	▲0.2%
民需（寄与度）	394,572	395,909	392,642	387,621	388,406	395,166	393,999	392,057	392,642
前期比	▲0.0%	0.3%	▲0.6%	▲0.9%	0.2%	1.3%	0.2%	▲0.4%	0.1%
前年同期比	0.3%	1.0%	0.7%	0.1%	▲1.0%	0.4%	1.2%	0.6%	▲0.3%
民間消費	307,264	307,779	304,686	300,704	301,886	309,034	307,032	304,390	306,328
前期比	▲0.3%	0.2%	▲1.0%	▲1.3%	0.4%	2.4%	0.4%	▲0.9%	0.6%
前年同期比	▲0.8%	▲0.3%	▲1.3%	▲1.8%	▲1.7%	0.4%	0.4%	▲1.2%	▲0.7%
民間住宅投資	13,692	13,442	13,484	13,404	13,241	13,349	13,606	13,443	13,326
前期比	1.0%	▲1.8%	0.3%	▲0.6%	▲1.2%	0.8%	1.6%	▲1.2%	▲0.9%
前年同期比	6.6%	5.4%	4.9%	3.9%	3.0%	2.1%	5.8%	4.7%	1.9%
民間設備投資	72,003	72,795	73,102	72,618	72,894	72,468	71,730	72,838	72,674
前期比	1.2%	1.1%	0.4%	▲0.7%	0.4%	▲0.6%	0.7%	1.5%	▲0.2%
前年同期比	0.8%	2.9%	5.5%	3.5%	0.2%	2.0%	2.2%	3.9%	1.1%
民間在庫（寄与度）	1,791	2,089	1,567	1,092	583	511	1,809	1,583	511
前期比	▲0.0%	0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.2%	▲0.0%	▲0.2%
前年同期比	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	▲0.1%	▲0.1%	0.5%	0.6%	▲0.1%
公需（寄与度）	124,093	125,156	124,885	124,192	125,344	124,110	124,904	124,744	124,878
前期比	▲0.2%	0.2%	▲0.1%	▲0.1%	0.2%	▲0.2%	▲0.1%	▲0.0%	0.0%
前年同期比	▲0.1%	0.8%	▲0.1%	▲0.6%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
政府消費	103,387	103,777	103,984	104,204	104,266	104,180	103,365	103,989	104,230
前期比	0.1%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	▲0.1%	0.2%	0.6%	0.2%
前年同期比	0.8%	4.9%	0.9%	▲1.2%	1.5%	1.5%	1.2%	1.5%	1.5%
公的固定資本形成	20,820	21,551	21,074	20,161	21,252	20,105	21,654	20,929	20,822
前期比	▲5.4%	3.5%	▲2.2%	▲4.3%	5.4%	▲5.4%	▲2.1%	▲3.4%	▲0.5%
前年同期比	▲4.3%	▲1.8%	▲5.4%	▲8.1%	▲4.4%	▲3.1%	▲0.6%	▲5.2%	▲3.2%
外需（寄与度）	11,318	12,689	13,024	11,309	12,291	12,994	11,968	12,341	12,731
前期比	▲0.3%	0.3%	0.1%	▲0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
前年同期比	0.4%	0.6%	▲0.6%	▲0.1%	0.0%	0.7%	0.2%	▲0.0%	▲0.0%
財貨・サービスの輸出	93,475	93,175	93,329	89,767	91,666	93,459	92,869	92,090	92,888
前期比	0.1%	▲0.3%	0.2%	▲3.8%	2.1%	2.0%	2.6%	▲0.8%	0.9%
前年同期比	▲0.7%	3.1%	▲0.0%	▲5.2%	▲4.3%	4.1%	3.0%	▲0.8%	▲2.0%
財貨・サービスの輸入	82,157	80,486	80,305	78,458	79,375	80,465	80,900	79,750	80,157
前期比	2.1%	▲2.0%	▲0.2%	▲2.3%	1.2%	1.4%	1.3%	▲1.4%	0.5%
前年同期比	▲3.1%	▲0.4%	4.1%	▲5.4%	▲4.4%	0.1%	1.5%	▲0.7%	▲2.1%

（お願い）本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。